トランプ関税の債券市場への影響

インサイト・インベストメントによる見通し

相互関税が金利に与える影響

トランプ政権の関税政策による影響の全体像は依然不透明ですが、海外製品への関税の賦課により、自国生産品への需要の高まりと、企業が生産拠点を米国に移転する動きがいくつかみられるでしょう。しかし、貿易相手国が課す相互関税が米国の輸出にどのような影響を与えるかも不透明な状況です。

いずれにせよ、インフレ率が目標の 2%レベルに向けてゆっくりと低下するとのシナリオは、関税の影響によって阻害されると考えるのが妥当であるように思われます。米連邦準備理事会(FRB)は、2024 年後半に合計で 100 ベーシスポイント（bp）の利下げを実施しましたが、インサイト・インベストメント（以下「インサイト社」）では、今後数四半期は慎重なアプローチを維持し、政策緩和のスピードは緩やかとなり 2025 年に 25bp の利下げを 2 回、2026 年にさらに 2 回の利下げを行うとみています。

一方で、インフレ率が上昇し始め、連邦政府職員削減計画にもかかわらず労働市場がさらに引き締まる可能性がある場合、FRB はインフレ率が再びコントロール可能な範囲に安定化するまで緩和を停止するでしょう。インサイト社では、インフレ率上昇リスクはあるものの、今後経済成長率は鈍化するとみられることから、米国債利回りは来年以降も低下するとみています。10 年物米国債利回りの現在の 1 年後の予想(米国時間 4 月 2 日の相互関税発表前に設定)は 3.9%です。

為替市場への影響

為替市場については、ここ数日不安定な状態が続いています。豪ドル/米ドルは、4 月 3 日（米国時間）に 2%上昇（豪ドル高/米ドル安）した後、翌 4 日（同）に 4.5%下落（豪ドル安/米ドル高）しました。これは、日次ベースで過去 30 年間で 4 番目に大きい下落でした。

構造的に、米ドルは「特別な通貨」という地位を失いつつあります。トランプ氏の今回の関税政策は、成長率の悪化を招いたブレグジットを大幅に拡大したものと同程度のインパクトであると考えます。政策の不安定さに地政学的な孤立が加わると非常にネガティブな組み合わせとなり、市場の米ドル売りを誘発する要因と考えられます。

※当資料の見解は作成時点（日本時間 2025 年 4 月 7 日）に入手可能な信頼できると判断した情報に基づき記述したものであり、今後予告なく変更することがあります。

課題となるのは、今回の貿易戦争の規模は世界経済の成長に大きなマイナスである一方、世界経済の減速は米ドル高要因であることです。また、今後 12 ヵ月で FRB が 4 回以上の利下げを行うという市場の期待は、コア PCE 物価指数が 4%に急上昇する可能性が否定できないため変わってくるでしょう。足元の市場の動きはこれを反映しているとみられます。

米ドルに構造的な逆風が吹いていることは確かだと考えますが、まずは循環的な成長への悪影響を乗り越える必要があります。足元で市場は調整していますが、政策や影響の不確実性がある中で市場が 1 日で適切な価格に落ち着くことはありません。多くの場合サーキットブレーカーが必要になります。

市場が落ち着きを取り戻すきっかけとして次の 3 つのシナリオがあげられます。

1. FRB の利下げ

   パウエル議長は「利下げの判断を急がない」という姿勢を崩しておらず、今後の方向性が不明確な中で利下げの可能性は低いとみられる。

2. 財政支援

   米国政府は追加緩和はもちろん、2017 年の減税の延長を可決するのに苦労しているため短期的には可能性は低いとみられる。

3. トランプ大統領が関税を引き下げる

   将来的に関税を引き下げざるを得ない可能性はあるが、特に中国からの応酬を考慮すると、短期間で引き下げに転じることは、トランプ氏自身の面目をつぶすことになるだろう。

つまり、明確で即効性のあるサーキットブレーカーは存在しないため、投資資産と経済成長への圧力は当面続く可能性が高いと考えられます。この影響がどの程度続くのかを予測するのも難しいと考えられます。

アジアへの影響

アジア地域は難しい状況であることは確かです。アジア(メキシコやスイス、カナダも同様に)は、輸出が国内総生産(GDP)に占める規模を勘案すると、関税の影響は大きいと考えられます。現時点ではアジアの新興国通貨は安定していますが、中国当局による介入の平準化など、人民元の米ドル固定の安定化が奏功していることが一因かと思われます。しかし、市場のボラティリティが高まれば、対豪ドルや NZ ドルなどと同様に米ドルはアジアの新興国通貨に対しても上昇する可能性が高いと思われます。

金利見通し

足元は不確実なマクロ経済環境となっており、米国の経済・貿易政策は、世界の金融市場と経済予測においてリスクとなっています。政策金利と国債のイールドカーブに関するインサイト社の今後 12 カ月間の見通し(2026 年 3 月末時点、相互関税の発表前の予想)は以下の通りとなっています。

単位（%）	米国	EU	英国	日本
政策金利	3.75	2.00	4.00	1.00
2 年物国債	3.50	2.10	3.90	1.30
5 年物国債	3.60	2.20	4.10	1.40
10 年物国債	3.90	2.55	4.35	1.55
30 年物国債	4.30	2.95	4.85	2.40

投資適格社債の見通し

トランプ大統領による関税追加関税や米国政府職員の解雇により、米国の短期的な成長見通しに対する懸念が高まる中、米国債利回りは低下し、クレジット・スプレッドが拡大するなど、政治情勢がクレジット市場に大きな影響を与えています。対照的に欧州では、ドイツのインフラと防衛支出の増額計画がユーロ圏の国債利回りを押し上げるリスクがあります。欧州では成長見通しが改善すれば、スプレッドは縮小する可能性があると考えます。

全体として、不確実性はあるものの、投資適格債については慎重ながらもポジティブな見方を崩していません。スプレッドは過去の平均よりも縮小していますが、多くの企業は強固なファンダメンタルズを持っており、高い利回りが投資家をクレジット市場に引き寄せています。

インサイト社では、2025 年前半までは、企業の財務担当者が投資家層の需要の高さを活用するため発行額は高止まりすると予想しています。このため、投資家にとって割安な水準でエクスポージャーを追加する魅力的な機会が生まれる可能性があります。トランプ氏の関税による世界経済の成長に対する逆風は、経済活動を下支えするための利下げにより相殺される可能性があります。政治要因によるボラティリティは、通常、アクティブ運用者に大きな投資機会を提供します。アクティブ運用により新しい政策から利益を得る企業とマイナスの影響を受ける可能性のある企業やセクターを特定することで、付加価値を提供できると考えています。

ハイイールド債の見通し

関税の発表を受けて、ハイイールド債市場のボラティリティが一部上昇しました。スプレッドは 2024 年の平均レベルまで拡大しています。政治情勢の不確実性が収まるまでは、さらなるボラティリティが高まる可能性があるとみていますが、スプレッドの拡大は、この資産クラスへの配分を増やす機会と捉えています。

トランプ氏の関税政策が米国の経済成長、金利低下、欧州の経済成長の見通しに影響を与える可能性はありますが、ドイツではインフラ計画の発表に支えられ、緩やかな成長基調が維持されると予想されています。こうした状況は、ハイイールド債市場を支えると思われます。足元は多くの企業が強固なファンダメンタルズと堅調なキャッシュフローを実現しています。グローバル投資家は、関税による市場の混乱が好機であると市場が捉える可能性も考慮しなければなりません。デフォルト率は依然として低く、市場にはストレスの兆候はほとんど見られていません。足元の利回り水準は、投資家に長期的に良好な複利リターンを生み出す可能性を提供しており、この資産クラスに対する需要は依然として高い水準で維持されています。需要に応える形で発行額が増加しており、投資先企業の多くが 2026 年から 2028 年の満期に向けて資本構成を延長しています。これは、アクティブ運用会社が魅力的と考える発行体を選択し、より高いクーポンを持つ銘柄に投資する十分な機会を生み出すと捉えています。

需給見通し

投資適格クレジットは、利回り水準が過去と比較して依然として高い水準であるため資金流入が続いています。4 月は企業のブラックアウト期間に入るため、供給は限定的になると予想しており、クレジットの需給状況をさらに下支えする可能性があります。ハイイールド債の需要と供給のダイナミクスも引き続き下支え要因となり、特にユーロハイイールド債では供給が依然として少なく、借り換えに重点が置かれています。

ご留意事項等

- 当資料は、BNY の関連会社が作成した資料をもとに、BNY メロン・インベストメント・マネジメント・ジャパンが翻訳・作成した資料であり、必ずしも原文の内容と一致するものではありません。また、情報提供を目的として作成した資料であり、一般投資家への特定の有価証券の勧誘を目的とするものではありません。
- 当資料に示されている運用成果、データ、見解等は過去の実績および将来の予測であり、将来の運用成果等を示唆・保証するものではありません。第三者機関提供データに関して当資料の作成者は、いかなる保証・責任を負うものではありません。
- 当資料に記載されているいかなる見解も、その執筆者が資料作成時点に入手可能な信頼できると判断した情報に基づき記述したものであり、情報の正確性、完全性等を保証するものではありません。また、将来予告なく変更することがあります。
- 個々のポートフォリオ運用チームは異なる見解を持ち、顧客ごとに異なる投資意思決定を行うことがあります。
- 当社の書面による同意のない限り、いかなる目的でも当資料の全体または一部を、転用、配布することはできません。

BNY メロン・インベストメント・マネジメント・ジャパン株式会社
金融商品取引業者 関東財務局長（金商）第 406 号
加入協会：一般社団法人投資信託協会、一般社団法人日本投資顧問業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会